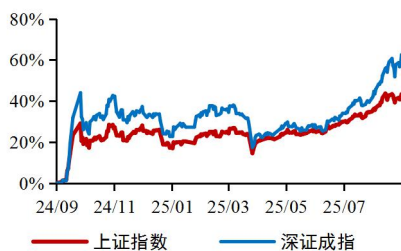


信义山证汇通天下

研究早观点

2025 年 9 月 12 日 星期五

市场走势



资料来源：最闻

国内市场主要指数

指数	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,875.31	1.65
深证成指	12,979.89	3.36
沪深 300	4,548.03	2.31
中小板指	7,923.26	3.07
创业板指	3,053.75	5.15
科创 50	1,326.03	5.32

资料来源：最闻

分析师：

彭皓辰

执业登记编码：S0760525060001

邮箱：penghaochen@sxzq.com

【今日要点】

【行业评论】非银行金融：行业周报（20250901-20250907）：-公募费改持续推进，券商五篇大文章评价试行

【公司评论】阳光电源(300274.SZ)：阳光电源点评-Q2 业绩同环比增长，全方位布局 AIDC

【山证纺服】永辉超市公司深度-品质零售调改坚定推进，全国超市龙头再焕新机

【公司评论】新致软件(688590.SH)：新致软件（688590.SH）：上半年收入增长承压，AI 将成为主要增长点

【公司评论】盐津铺子(002847.SZ)：盐津铺子：延续高增态势，战略聚焦魔芋大单品

【固定收益】债市策略-利率互换曲线正走出倒挂，债市将由牛市转为震荡

【公司评论】中国电信(601728.SH)：中国电信 2025 半年度报告点评-基本盘保持稳健，智能收入大幅增长

【公司评论】永太科技(002326.SZ)：永太科技快报-锂电“打针复原”黑科技落地，与复旦核心团队成立合资公司

【今日要点】

【行业评论】非银行金融：行业周报（20250901-20250907）：-公募费改持续推进，券商五篇大文章评价试行

李明阳 limingyang@sxzq.com

【投资要点】

- **政策完善公募基金销售环节费率改革。**上周，证监会发布《公开募集证券投资基金销售费用管理规定（征求意见稿）》。聚焦销售环节费率改革，明确六大方面安排。一是调降公募基金认购费、申购费、销售服务费率，降低投资者成本。二是明确公募基金赎回费全额计入基金财产。三是鼓励长期持有，明确对投资者持有期限超过一年的股票/混合/债券型基金，不再计提销售服务费。四是坚持权益类基金发展导向，设置差异化的尾随佣金支付比例上限。五是强化基金销售费用规范，统筹解决基金销售结算资金利息归属、基金投顾业务双重收费等问题。六是建立基金行业机构投资者直销服务平台，为基金管理人直销业务发展提供高效、便捷、安全服务。自证监会提出公募基金行业费率改革工作方案以来，已对管理费、托管费以及股基交易费率进行改革，此次政策聚焦销售环节费率，通过降低交易成本，减少中间利益让利投资者，引导销售机构从“重规模”转向“重服务”，降低公募行业的销售成本，将“销售导向”转变为“管理导向”。
- **券商五篇大文章评价体系试行。**上周，中证协发布《证券公司做好金融“五篇大文章”专项评价办法（试行）》。办法将行业评价体系分为定量指标和定性指标，定量指标衡量券商对五篇大文章重点领域贡献度及相关能力，定性指标包括机制建设和其他等。“五篇大文章”是金融服务实体经济的着力点，是新发展格局下对券商服务重大战略、薄弱领域及关键环节的重要指引。细化指标统计和评价，有利于证券公司更精准的抓住服务方向和完善服务手段，将自身高质量发展融入国家经济发展大局。
- **上周主要指数表现分化，上证综指下跌 1.18%，沪深 300 下跌 0.81%，创业板指数上涨 2.35%。**上周 A 股成交金额 13.02 万亿元，日均成交额 2.60 万亿元，环比减少 12.74%。两融余额 2.29 万亿元，环比提升 1.14%。中债-总全价(总值)指数较年初下跌 1.57%;中债国债 10 年期到期收益率为 1.83%,较年初上行 21.83bp。
- **风险提示**
- 宏观经济数据不及预期；资本市场改革不及预期；一二级市场活跃度不及预期；金融市场大幅波动；市场炒作并购风险。

【公司评论】阳光电源(300274.SZ)：阳光电源点评-Q2 业绩同环比增长，全方位布局 AIDC

肖索 xiaosuo@sxzq.com

【投资要点】

- 事件描述
- 公司发布 2025 年中报，2025 年上半年公司实现营收 435.3 亿元，同比+40.3%；实现归母净利润 77.3 亿元，同比+56.0%。Q2 单季度，公司实现营收 245.0 亿元，同比+33.1%，环比+28.7%；实现归母净利润 39.1 亿元，同比+36.5%，环比+2.1%。
- 事件点评
- 光伏逆变器：收入维持增长，全球竞争力持续提升：得益于在全球领先的市场地位、优秀的品牌力和产品力，2025 年上半年公司光伏逆变器收入 134 亿元，同比增长 11%；毛利率为 35.74%，同比-1.88pct。2025 年上半年，公司发布两款逆变器新品，分别为全球首款功率达到 400kW+ 的组串式逆变器 SG465HX 及全球首款分体式模块化逆变器 1+X2.0。公司大力推进全球化品牌战略，截至 2025 年 6 月底，公司海外光伏逆变器的产能已达 50GW，在海外建设了超 20 家分支机构和 60 多家代表处，产品远销全球 100 多个国家和地区。
- 储能系统：营收同比翻倍增长，盈利能力维持高位。2025 年上半年公司储能系统收入 178 亿元，同比增长 128%；毛利率为 39.92%，同比-0.16pct。公司加快新品研发迭代速度，2025 年上半年最新发布了 PowerTitan3.0AC 智储平台，其中 Plus 版容量达到 12.5MWh；推出的 PowerStack255CS 系统，支持 2/4h 方案；工商业领域首推定制化构网技术，支持 MW 级园区黑启动。
- 持续加大研发投入，全面布局 AIDC：公司重视技术创新和产品竞争力的提升，2025 年上半年，公司研发投入 20.37 亿元，同比增长 37%，研发人员在公司占比 40%。公司已成立 AIDC 事业部，全方位布局 AIDC。公司重点瞄准海外市场，凭借在电源端和电子电力转换技术上的积累沉淀，力争明年能有一些产品推出。
- 投资建议
- 考虑公司作为光储双龙头，全球竞争力显著。我们预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 6.49/7.16/7.79，对应公司 9 月 8 日收盘价，2025-2027 年 PE 分别为 21.1/19.1/17.6，维持“买入-A”评级。
- 风险提示
- 海内外政策变动风险；原材料价格波动风险；需求不及预期；市场竞争加剧等风险；汇率波动风险等。

【山证纺服】永辉超市公司深度-品质零售调改坚定推进，全国超市龙头再焕新机

王冯 wangfeng@sxzq.com

【投资要点】

- 永辉超市：全国连锁超市龙头，品质零售调改坚定推进。公司起步于 1998 年，首创“农改超”模式，

2010-2019 年，受益于全国门店快速扩张，公司营业收入、门店数量、归母净利润的年均复合增速分别为 23.9%、21.7%、19.9%，营收及业绩持续快速增长。2021 年起，受到社区团购兴起、线下客流承压、对长期亏损及准备闭店门店的相关资产与长期股权投资提取减值、新租赁准则执行等影响，出现经营亏损。2024 年起，公司坚定走品质零售路线，进行门店调改。在产品方面，学习胖东来商品结构，大幅换新原有商品，强化引流及盈利能力更强的烘焙及熟食商品布局，并践行“宽类窄品”策略布局“永辉优选”自有商品。产品换新的背后是供应链的深度变革，公司将采购模式由传统 KA 模式向成本加成模式转变，回归商品本质，并自建中央厨房保证产品品质及供应稳定。在服务方面，学习胖东来企业文化理念，切实提升消费者购物体验及员工满意度。截至 8 月 25 日开业调改门店 160 家，向 9 月底 200 家目标稳步迈进；预计 2026 年农历春节前，调改门店规模将扩展至 300 家。

- **超市行业：**行业体量巨大、增长平稳，门店调改继续为 2025 年行业共识。需求方面，2024 年，我国超市 Top100 企业销售规模约为 9000 亿元，同比增长 0.3%；其中，销售额同比增长的企业为 42 家，占比超过 40%。根据国家统计局，2024 年，我国限额以上超市企业零售总额同比增长 2.7%，表现平稳。竞争格局方面，2024 年，我国超市 Top100 企业中，前五大超市企业销售额及门店数量占比为 49.0%、11.7%，前十大超市企业销售额及门店数量占比为 66.6%、51.1%。对比美国连锁超市行业，我国连锁超市行业市场集中度偏低，未出现像沃尔玛一样市场份额绝对领先的公司。行业变化方面，2024 年，我国超市 Top100 企业拥有门店总数 2.52 万个，减少 2750 家，同比降幅为 9.8%。Top100 企业中，其中仅有 25 家企业门店数量增加。行业快速扩张的阶段已经结束；但一二线城市会员店、折扣店销售及门店增长显著。2024 年，四分之三的超市企业尝试调改，超过一半的超市企业调改后销售额取得增长。展望 2025 年，近 9 成的超市企业将商品采购模式变革作为 2025 年的重点工作，体现出超市行业对改变和优化传统经销商模式来打造商品力的共识。
- **胖东来：**聚焦产品品质及满意度，力求极致消费者体验和员工关怀。2024 年胖东来集团销售额达到 169.64 亿元，同比增长 58.54%，利润超过 8 亿元。其中，超市、百货、电器、珠宝、服饰、茶叶业态销售额为 80.94、23.40、21.02、15.46、14.84、6.19 亿元。胖东来目前共有 13 家门店，新乡市 2 家、许昌市 11 家。（一）商品方面，胖东来超市奉行“大生鲜”战略，其中生鲜类商品的销售额占比超过一半；3R 品类（即食、即热、即烹）为超市特色品类，主要包括熟食、烘焙、中式面点等。“DL”自有品牌产品覆盖酒类、果汁、休闲零食、烘焙产品、家居日用、粮油调味等多个品类。截至 2024/11/27 日，胖东来自有品牌 SKU 为 100 多个，销售额达 11 亿元，总体销售额（含中央厨房）占比达 30%。（二）消费者服务方面，胖东来提供手机免费充电、寄存宠物、医用急救箱等一系列便民服务，及退货处理等售后服务。（三）员工薪酬及关怀方面，截至 2025 年 1 月，胖东来员工人数约 8300 人，2024 年，员工平均月收入 9000 元，员工流失率仅为 2.01%，并为员工提供带薪年假、委屈奖、结婚礼金等特色福利。
- **盈利预测、估值分析和投资建议：**预计公司 2025-2027 年营业收入为 596/903/1096 亿元，同比增长 -11.7%/51.3%/21.4%；净利润为-5.51/7.16/13.76 亿元，9 月 10 日收盘价，对应公司 PS(2025E)、PS(2026E)

为 0.79、0.52 倍。从行业层面看，2025 年 1 季度以来，我国消费者信心有所恢复，线下客流环比持续复苏，回归商品本质、提升消费者满意度为超市行业发展共识；从政策层面看，国家内需刺激政策持续出台且有望加码，助力消费需求恢复；从公司层面看，已调改门店日销显著提升，单店收入模型跑通，名创入局后，公司调改步伐及亏损门店调整节奏显著加快，供应链变革决心坚定，大幅减亏后，业绩弹性大。首次覆盖，给予“增持-A”评级。

- 风险提示：存量门店同店销售恢复不及预期；超市行业同质化竞争加剧；门店调改进度不及预期；公司与大连御锦股权转让款未能收回的风险。

【公司评论】新致软件(688590.SH)：新致软件（688590.SH）：上半年收入增长承压，AI 将成为主要增长点

方闻千 fangwenqian@szxq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

- 8 月 29 日，公司发布 2025 年半年报，其中，2025 上半年公司实现收入 8.97 亿元，同比减少 3.40%，上半年实现归母净利润 0.30 亿元，同比增 42.84%，实现扣非净利润 0.19 亿元，同比减 0.46%；2025 年二季度公司实现收入 4.63 亿元，同比减 6.56%，二季度实现归母净利润 0.15 亿元，同比高增 138.51%，实现扣非净利润 0.04 亿元，同比减少 25.37%。

➤ 事件点评

- 宏观经济放缓压制收入增长，降本增效战略下盈利能力有所提升。受宏观经济持续低迷影响，下游保险、银行、政务等领域客户缩减 IT 投入规模并放缓投入节奏，导致公司上半年收入增长承压，其中，保险行业实现收入 3.68 亿元，同比增长 2.60%，银行行业实现收入 1.88 亿元，同比减少 9.63%，企服行业实现收入 3.07 亿元，同比减少 6.71%。随着公司持续推行降本增效战略，不断深化内部管理，2025 上半年公司毛利率达 28.68%，较上年同期提高 0.72 个百分点。在利润端，今年上半年公司销售、管理、研发费用均保持稳定，期间费用合计同比仅增长 0.67%。而由于上半年处置子公司产生 497.72 万元收益以及收到的政府补助较去年同期增加 626.44 万元，公司归母净利润实现同比大幅增长。
- 今年以来公司持续推动 AI 应用的落地，同时算力一体机销售放量。公司基于新致新知人工智能平台、新知大模型等核心基座，结合各行业实际情况，快速推出各行业应用机器人，并推动 AI 应用商业化落地，其中，在金融领域，公司已构建多元化 AI 产品矩阵与解决方案体系，全面覆盖营销拓客、客服智能应答、智能核保、智能理赔等关键场景，并且目前已在中国太保、中国人保、中国人寿等数十家金融机构落地；在汽车领域，公司推出的 Agent 产品营销智能工牌已部署近 1000 家 4S 店，并开始基于智能工牌产品向客户不断拓展衍生工具；在司法领域，今年上半年公司上线新致司法 Agent “新知智法”，并将其与新致训推一体机结合，推出法官助理产品。在 AIGC 技术赋能公司各软件产品的同时，公司积极与外部软硬件厂商及大模型厂商合作，推出新致训推一体机。截至今年 4 月底，公司一体机

产品已在金融和司法政务领域实现了超过百台的订单落地。

➤ 投资建议

- 公司作为国内保险 IT 领导者，正加速将 AIGC 技术融入各产品线中，未来 AI 产品快速实现商业化落地将为公司贡献重要的业绩增量，调整盈利预测，预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.54\0.78\1.04 元，对应公司 9 月 10 日收盘价 21.46 元，2025-2027 年 PE 分别为 39.6\27.4\20.6 倍，维持“买入-A”评级。

➤ 风险提示

- AI 商业化落地不及预期，宏观经济波动风险，市场竞争加剧风险，人力成本快速上升风险，大股东减持相关风险。

【公司评论】盐津铺子(002847.SZ)：盐津铺子：延续高增态势，战略聚焦魔芋大单品

熊鹏 xiongpeng@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

- 公司 2025H1 实现总营收 29.41 亿元，同比增加 19.58%，其中 Q2 实现营收 14.03 亿元，同比增加 13.54%。公司上半年归母净利润实现 3.73 亿元，同比增长 16.70%，扣非归母达到 3.34 亿元，同比增长 22.50%。

➤ 事件点评

- **魔芋大单品主导增长，多品类结构调整优化。**魔芋制品 H1 收入达到 7.91 亿元，同比增加 155.10%，主因“大魔王”麻酱素毛肚月销破亿。上半年蛋类零食营收同比增加 29.6%，深海零食同比增加 11.9%，两大品类表现稳健。公司同时做好新品储备虎皮鱼豆腐等多品类，挖掘协同潜力。
- **渠道多元化成效显现，直营收缩、经销高增、电商企稳。**上半年经销渠道实现收入 23.03 亿元，同比增长 30.09%，占营收 78.3%。而上半年直营商超营收为 0.63 亿元，同比下滑 42.00%，仅占营收 2.1%。同时公司电商渠道上半年收入为 5.74 亿元，同比变动-0.97%，电商在调整聚焦线上爆款等品类后企稳恢复。上半年海外市场成新增长点，收入实现 0.96 亿元，环比增加 53.93%。
- **成本上涨拖累毛利率，但强化费控整体毛销差改善。**魔芋精粉成本上涨使得 25H1 毛利率自 24 年末环比下降 1.03 个百分点，但 Q2 销售毛利率环比增加 2.50 个百分点，说明趋势有所改善。同时公司上半年销售/管理费用率同比减少 2.7/0.96 个百分点，毛销差为 19.09%，得以平稳改善，相比 2024 年末增加 0.9 个百分点。



➤ 投资建议

- 预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 2.88/3.66/4.42, 对应公司 2025 年 9 月 10 日收盘价 70.71 元, 2025-2027 年 PE 分别为 25.1/19.7/16.3。公司预计 2025-2027 年营收分别实现 62.26 亿/72.72 亿/84.55 亿, 同比增长 17.4%/16.8%/16.3%, 其大单品爆发式增长, 全渠道渗透, 同时有效强化供应链管理, 首次覆盖, 给予“增持-A”评级。

➤

风险提示

- 经济增速不及预期; 原材料价格波动影响盈利情况; 食品安全风险影响企业形象; 实控人及高管减持引发股价波动。

【固定收益】债市策略-利率互换曲线正走出倒挂, 债市将由牛市转为震荡

王冠军 wangguanjun@sxzq.com

【投资要点】

- 债市将由牛市切换为震荡行情
- 利率互换曲线形态正常化: 今年 7 月以来, 标志着降息预期的 2 年期利率互换和 1 年期的倒挂程度加速收窄, 7 月底开始来到零的位置徘徊。根据我们的降息概率测算模型 (详见 2024 年 9 月 12 日发布的报告《利率互换曲线倒挂隐含多少降息预期》), 利率互换曲线显示一年内降息概率不足 5 成。而在 7 月前, 利率互换曲线隐含的降息预期较为稳定, 一年内降息预期总体保持在 10bp 到 20bp 范围。
- 债市将由牛市切换为震荡行情: 降息预期的这一重大变化标志着债市或将由牛市行情切换为震荡行情, 并且长端利率震荡的中枢将抬升。回顾二季度, 十年国债的震荡中枢在 1.66% 左右, 考虑到现实, 债市仍不具备大幅下跌的基础。我们判断, 长债将在更高的收益率区间震荡运行, 下一阶段债市震荡中枢将抬升至 1.76% 左右, 风险情绪催化下长债收益率有超调的风险。另一方面, 如若长债调整过于剧烈, 央行重启国债购买从而维稳国债收益率曲线的必要性将提升, 届时债市将会迎来大幅度的反弹修复行情。
- 风险提示
- 资金面超预期; 经济数据超预期; 货币政策超预期; 财政政策超预期; 利率债免税政策超预期; 回购利率与政策利率脱钩。

【公司评论】中国电信(601728.SH): 中国电信 2025 半年度报告点评-基本盘保持稳健, 智能收入大幅增长

高宇洋 gaoyuyang@sxzq.com

【投资要点】

- 中国电信发布 2025 半年度报告，2025H1，公司实现营收 2694 亿元，同比+1.3%。其中，服务收入为 2491 亿元，同比+1.2%；归母净利润 230 亿元，同比+5.5%；扣非后归母净利润 217 亿元，同比+0.2%；EBITDA 为 806 亿元，同比+4.9%。
- 事件点评：
- 1) 基础业务收入增长稳健，ARPU 保持平稳态势
- 2025H1，公司移动通信服务收入继续保持良好增长，达 1,066 亿元，同比+1.3%，5G 网络用户渗透率较 24 年底提升 6.1p.p.，移动用户达到 4.33 亿户，ARPU 达 46.0 元。我们认为，公司持续推动基础业务创新发展，加快连接提速升级，加速推进移动网络向 5G-A 升级，并不断加大直连卫星业务、量子密话密信规模拓展，业务价值量有望维持稳定。
- 固网及智慧家庭服务收入达到人民币 641 亿元，同比+0.2%，宽带用户达 1.99 亿户，宽带综合 ARPU 达 48.3 元。我们认为，公司将加快应用融智升级，不断通过 AI 升级推动通信助理、云盘、云电脑、视频彩铃等业务智能焕新，推动 FTTR 和千兆应用突破，维持 ARPU 稳定。
- 2) 产数业务继续增长，深入推进“AI+”行动
- 天翼云全面迈向智能云，战新出海取得突破。2025H1，产业数字化收入达 749 亿元，同比+1.5%。其中，天翼云收入达 573 亿元，智能收入达 63 亿元，同比+89.4%。公司在全模态全尺寸自研基座大模型基础上累计推出 80 余个行业大模型、30 余个行业智能体，上线星辰 MaaS 平台和星辰行业 Agent 平台。我们认为，一体化的智能云服务，在政务、应急、工业、能源化工、住建等领域有望形成成熟商业模式，公司有望受益于“人工智能+”政策发力，智能云在社会千行百业的渗透率逐步提高。2025 上半年，天翼云继续蝉联算力互联调度市场第一，自有+接入智算规模达 77EFLOPS。AI、量子/安全、卫星通信等领域开辟新的增长赛道，加快推进 IDC 向 AIDC 转型。2025H1 公司 AIDC 收入达 184 亿元，同比+7.4%，继续保持国内 IDC 规模龙头地位。安全以云堤、云脉、量子通信为主要驱动，收入达 91 亿元，同比+18.2%；视联网整合视频大数据大于 1000TB，收入同比+46.2%；卫星通信手机收入同比+20.5%，手机直连卫星终端大于 2200 万，汽车直连卫星已合作 6 家车企。公司保持量子产业市场领军地位，量子密信实现六大主流系统全覆盖，量子密话、量子对讲持续丰富应用生态，全面适配主流终端，量子通信用户规模突破 600 万，服务政务、金融、能源等领域超 3,000 家行业客户，量子收入同比增长 171.1%。我们认为，公司在新兴领域已取得了显著突破，星地融合、通感一体、量子服务的影响力不断提升，有望为公司创造新的增长活力。
- 3) 资本开支持续下降，智算规模快速增长
- 适度超前布局算力基础设施，在京津冀、长三角万卡集群基础上，积极引入新技术，在粤港澳大湾区枢纽节点建设超节点形态集群，实现智算供给量与质的双重跨越，自有智能算力达 43EFLOPS，自有及接入算力总规模达 77EFLOPS，提供覆盖通算、智算、超算及量子计算的异构算力服务；数据中心机架超 58 万架，八大枢纽节点占比达 85%；汇集超 10 万亿 token 通用大模型语料数据和 14 个行业数

据集，总量超 350TB。2025H1，公司资本开支 342 亿元，同比-28%，其中移动网投资 121 亿元，产业数字化投资 116 亿元，投资继续向算力倾斜。我们认为，公司面向 AI 适度超前布局云网基础设施、IDC 向 AIDC 升级的趋势不改，随着国产算力产能快速增长智算服务能力将持续增强，巩固“国云”地位。

- **展望：**公司力争 2025 年收入、EBITDA、净利润良好增长，智能收入高速增长，保持云计算良好增长。公司继续保持高分红率，上半年分红率达 72%。
- **盈利预测、估值分析和投资建议：**预计公司 2025-2027 年归母净利润 347.74/365.74/382.47 亿元，同比增长 5.3%/5.2%/4.6%；对应 EPS 为 0.38/0.40/0.42 元，2025 年 09 月 10 日收盘价对应 PE 分别为 20.0/19.0/18.2 倍，我们认为公司收入利润增长稳健，同时资本开支占收比继续下降，分红率继续提升，估值对比海外主流运营商仍有提升空间，维持“买入-A”评级。
- **风险提示：**
- **通信行业用户增速下降的风险。**天翼云基数增大以及市场竞争激烈下增速放缓风险。
- 由于外部政策限制或内部供给有限新增智算目标无法按时完成风险。

【公司评论】永太科技(002326.SZ)：永太科技快报-锂电“打针复原”黑科技落地，与复旦核心团队成立合资公司

肖索 xiaosuo@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- **事件内容：**9 月 9 日，公司发布设立合资公司相关公告，公司与高悦先生、王兵杰先生共同投资设立合资公司永太芯氟，公司占比 67%；高悦占 20%；王兵杰占 13%。注册地址为上海市杨浦区国泰路 11 号 1 层。
- **事件点评**
- **永太芯氟是公司中长时锂电池技术开发项目的产业化载体：**2025 年 2 月复旦大学彭慧胜院士/高悦教授团队把中长时锂电技术发表在 Nature 上，3 月永太获得该技术专利授权，近期完成专利变更。永太芯氟合资公司的成立，意味着高悦教授团队开发的新材料黑科技商业化落地正在加速，也进一步巩固了永太科技在锂电池新材料领域的市场地位。复旦核心教授团队首席青年科学家参股合资公司：高悦教授是合资公司二股东，复旦大学聚合物分子工程国家重点实验室、高分子科学系青年研究员、博士生导师，国家重点研发计划首席青年科学家。王兵杰是复旦大学研究员、博士生导师、纤维电子材料与器件研究院副院长。高悦教授持续活跃在科研一线，近期高悦团队把 LiSO₂CF₃ 最新应用成果发表在国际知名期刊 AM 上，文章重点论述了通过外部供锂的方式成功实现了无锂正极电池在长寿命和高倍率应用中的突破。

- **三氟甲基亚磺酸锂（LiSO₂CF₃）补锂效果显著具备广阔的应用空间：**复旦大学公众号披露三氟甲基亚磺酸锂，可延长电池寿命 1-2 个数量级。永太已经小规模量产持续送样头部锂电公司。材料可直接在新电池中添加，能够兼容目前现有产线。按 2025 年全球锂电电解液需求 200 万吨+测算，假设 50% 电池需要添加 3-5% 该新型补锂添加剂，则需求约 3-5 万吨，参考市场常规补锂剂价格 30-50 万元/吨，市场空间超百亿。
- **2025H1 业绩扭亏为盈，六氟磷酸锂/电解液价格开始上涨：**公司 2025H1 实现归母净利润 0.6 亿元，同比增长 56.2%，25Q2 实现归母净利润 0.5 亿元，同比增长 165.8%。公司已构建“锂盐原料→锂盐→添加剂→电解液”全链条，六氟磷酸锂年产能约 2 万吨，液态 LiFSI 6.7 万吨试产中。2024 年公司扣非净亏损收窄，2025H1 扭亏为盈，近期随六氟磷酸锂/电解液价格开始上涨，公司盈利能力有望持续上行。
- **投资建议**
- 我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 2.1 亿元、5.8 亿元、18.8 亿元，相当于 2026 年 28.6 倍的动态市盈率，考虑公司新型补锂剂专利壁垒高、市场空间大，有望对公司中长期业绩产生较大正向影响，首次覆盖，给予“买入-B”的投资评级。
- **风险提示**
- **新技术量产不及预期：**公司与复旦合作的新型补锂剂处于产业化初期阶段，未来产品价格、成本、实际需求均存在不确定性；
- **六氟磷酸锂/电解液价格下跌：**六氟磷酸锂/电解液整体还是供大于求，不排除产品价格再次下行；
- **锂电池需求不及预期：**农化医药中间体需求下行。

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）。

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或

转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽

泽平安金融中心 A 座 25 层

